

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 17920121150934

UDC_____



廈門大學

碩 士 學 位 論 文

金融街与首开股份

财务绩效、财务政策和财务战略的比较研究

A Comparative Research on
Financial Street and Beijing Capital Development

肖振宇

指导教师姓名: 吴世农教授

专 业 名 称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2016 年 月

论文答辩时间: 2016 年 月

学位授予日期: 201 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于
年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

房地产是中国国民经济中的第 2 大行业。在生产、消费、就业等方面，对上下游行业的关联达 30 多个。2003 年-2013 年十年间，房地产多项指标创下历史新高。当前支撑中国大陆地产黄金时代的红利正在逐步消退。中国房地产面临着大变局，要顺应精细化发展、创新求存的大趋势。金融街和首开股份都是北京市国资房地产开发企业，都在 A 股上市，营业额体量相当，具有可比性。通过对财务政策、财务战略等的对比分析，来提出对其他房地产企业的关注事项和提升建议。

本文共分八章。第一章为研究概述，介绍研究背景、研究的问题和意义、研究框架和方法。第二章简要分析中国房地产行业、标杆性开发企业，介绍宏观经济环境、政策影响，国外经验借鉴。第三章对两家公司财务报表的结构分析。第四章对两家公司的主要财务指标及其历史比较分析。第五章对主要财务指标与同行业的比较分析。第六章对两家公司的商业模式分析。第七章对两家公司的财务战略矩阵分析和财务政策评价。第八章是研究结论和建议，主要汇总全文研究结论，并提出注意事项、改善建议。

通过对金融街和首开股份的财务报表对比分析，得出：第一，在盈利能力、经营效率、偿债能力、成长能力方面，金融街显著强于首开股份。第二，在资产结构、资本结构、费用控制方面，金融街显著优于首开股份。第三，在利润创造（ROE）、现金创造、价值（EVA）创造、风险控制、自我可持续增长率 g 等方面，金融街亦全面优于首开股份。相对粗放、不求精益的扩张模式是首开股份陷入困境的重要原因。借鉴业界成功经验，对首开股份提出了四点改进建议：去化存货、提升品质、控制扩张、严控费用。

对标领先企业，建议房地产企业拥抱变化、主动转型升级，通过在“价值、体验、效率、创新”上下功夫，来获得可持续的经营性比较优势，进而从根本上改善各项经营指标和财务指标。总结了房地产企业：财务分析五个注意事项（收入确认的波动大、存货比重大、速动比率低、经营净现金流为负、增设基于现金资产的偿债能力指标）；三个有会计弹性的关键点（资产减值、主营业务成本结转、借款费用资本化）；深化金融能力的三种运作方式（资产管理能力输出、结构化股权基金模式、私募基金+资产证券化）。

关键词：房地产企业；财务绩效；对比分析

厦门大学博硕士论文摘要库

ABSTRACT

Real estate is the second biggest industry in china. It plays a very important role in GDP. Many indexes have reached the new level in history of real estate during the past ten years. The many factors, which support real estate industry in china to develop rapidly, have gradually faded. At present, Real estate is entering a new development period. In the new competitive environment, every company should think about how to adjust its strategy. It's time to do something useful for adaptive environment. Financial Street and Beijing Capital Development are Beijing state-owned enterprises. We study materials to make clear the giant difference between them. We hope Financial Street's successful experience can provide reference for Beijing Capital Development. It is also valuable to draw some conclusion and give some advice for other real estate companies.

This article involves eight chapters. Chapter One introduces the theme and the significance of the study. Chapter Two briefly introduces the general information of Chinese real estate. Chapter Three analyzes the structure of financial reports of these two companies. Chapter Four analyzes the financial indexes of these two companies in past five years. Chapter Five compare these two company's financial performance with the others in the industry. Chapter Six evaluate the two company's commercial molds. Chapter Seven analyzes and evaluate these two company's financial performance and policy. Chapter Eight comes to the conclusion of the study.

After financial analysis and studying on strategy, we draw the conclusion. Financial Street is better than Beijing Capital Development in almost every performance, such as management ability, cost control, asset utilization, value creation. Irrational expansion is the main reason which brings an enterprise into deep trouble. Firstly, it's very important to improve the quality of product and service. Secondly, it's urgent to control the irrational expansion and cut the cost. Thirdly, it's necessary for an enterprise to make the best of its resources. If good appraisal can match its sale scale, the affection will appear soundly.

Learning from the successful leading enterprises such as Vanke, we put forward some suggestions. Firstly, it should pay more attention to the value creation, customers' experience, efficiency and innovation. Secondly, it's smart to finance from stock market on time and adjust structure for investment in low price. Thirdly, it's vital to control cost and keep on improving profit. Fourthly, it should carry out the diversified investment and improve the financial skills. It's wonderful to grasp the chance of industry acquisition.

Key word: Real estate; financial performance; comparative analysis;

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

| | |
|-------------------------------|----|
| 第一章 研究概述 | 1 |
| 第一节 研究背景 | 1 |
| 第二节 研究的主要问题和意义 | 4 |
| 第三节 研究框架与分析方法 | 6 |
| 第二章 中国房地产开发企业群体分析..... | 10 |
| 第一节 改革开放以来中国房地产业发展历程回顾 | 10 |
| 第二节 中国宏观经济及政策对房地产业的影响简析 | 11 |
| 第三节 中国房地产开发企业中的标杆 | 13 |
| 第四节 国外发达经济体中房地产企业的经验借鉴 | 16 |
| 第五节 金融街与首开股份的基本情况 | 17 |
| 第三章 金融街与首开股份财务报表的结构分析..... | 20 |
| 第一节 资产负债表的结构分析 | 20 |
| 第二节 损益表的结构分析 | 24 |
| 第三节 现金流量表的结构分析 | 27 |
| 第四节 小结与建议 | 28 |
| 第四章 金融街与首开股份的主要财务指标及其历史比较分析.. | 30 |
| 第一节 盈利能力比较分析 | 30 |
| 第二节 资产使用效率比较分析 | 33 |
| 第三节 资产流动性的比较分析 | 37 |
| 第四节 负债状况和偿债能力比较分析 | 40 |
| 第五节 现金创造比较分析 | 45 |
| 第六节 成长性比较分析 | 49 |
| 第七节 资本市场表现比较分析 | 51 |
| 第八节 小结与建议 | 53 |
| 第五章 金融街与首开股份的主要财务指标与同行业比较分析.. | 55 |
| 第一节 盈利能力比较分析 | 55 |
| 第二节 资产使用效率比较分析 | 58 |

| | |
|-----------------------------|-----|
| 第三节 资产流动性的比较分析 | 61 |
| 第四节 负债状况和偿债能力比较分析 | 62 |
| 第五节 成长性比较分析 | 64 |
| 第六节 现金创造比较分析 | 65 |
| 第六章 金融街与首开股份的商业模式分析 | 69 |
| 第一节 利润创造模式——ROE 的分解 | 69 |
| 第二节 现金创造模式——获现率的分解 | 73 |
| 第三节 价值创造模式——EVA 的分解 | 76 |
| 第四节 风险控制模式——风险的分解 | 80 |
| 第五节 成长模式——自我可持续增长率的分解 | 83 |
| 第六节 小结与建议 | 85 |
| 第七章 财务战略矩阵分析和财务政策评价 | 87 |
| 第一节 金融街与首开股份的财务战略矩阵分析 | 87 |
| 第二节 金融街与首开股份的财务政策评价 | 88 |
| 第三节 小结与建议 | 94 |
| 第八章 结论和建议 | 96 |
| 第一节 结论 | 96 |
| 第二节 建议 | 99 |
| 第三节 地产公司财务分析与决策应注意的问题 | 100 |
| [参考文献] | 103 |
| 致 谢 语 | 104 |

Contents

| | |
|---|-----------|
| Chapter One Introduction | 1 |
| Session 1 Research Background | 1 |
| Session 2 Research Motivation | 4 |
| Session 3 Research Framework and Method | 6 |
| Chapter Two Chinese Real Estate Analysis | 10 |
| Session 1 Review of Chinese Real Estate | 10 |
| Session 2 Impact of Chinese Microeconomics and Policy | 11 |
| Session 3 Leading Enterprises in Chinese Real Estate | 13 |
| Session 4 Good Experience in Foreign Real Estate | 16 |
| Session 5 Financial Street & Beijing Capital Development | 17 |
| Chapter Three Structure Analysis of Financial Report | 20 |
| Session 1 Statement of Financial Position Analysis | 20 |
| Session 2 Statement of Profit or Loss Analysis | 24 |
| Session 3 Statement of Cash Flow Analysis | 27 |
| Session 4 Summary and Suggestion | 28 |
| Chapter Four Historical Analysis of Financial Indexes | 30 |
| Session 1 Profitability Analysis | 30 |
| Session 2 Analysis of Asset Efficiency | 33 |
| Session 3 Analysis of Asset Liquidity | 37 |
| Session 4 Analysis of Indebtedness and Paying Ability | 40 |
| Session 5 Analysis of Cash Creation | 45 |
| Session 6 Analysis of Growth | 49 |
| Session 7 Analysis of Performance in Capital Market | 51 |
| Session 8 Summary and Suggestion | 53 |
| Chapter Five Comparative Analysis in Chinese Real Estate | 55 |
| Session 1 Profitability Analysis | 55 |
| Session 2 Analysis of Asset Efficiency | 58 |
| Session 3 Analysis of Asset Liquidity | 61 |
| Session 4 Analysis of Indebtedness and Paying Ability | 62 |
| Session 5 Analysis of Growth | 64 |

| | |
|--|------------|
| Session 6 Analysis of Cash Creation | 65 |
| Chapter Six Analysis of Business Model | 69 |
| Session 1 Analysis of Profit Creation Model | 69 |
| Session 2 Analysis of Cash Creation Model | 73 |
| Session 3 Analysis of Value Creation Model | 76 |
| Session 4 Analysis of Risk Control Model | 80 |
| Session 5 Analysis of Growth Model | 83 |
| Session 6 Summary and Suggestion | 85 |
| Chapter Seven Financial Strategy Matrix and Policy Analysis | 87 |
| Session 1 Analysis of Financial Strategy Matrix | 87 |
| Session 2 Financial Policy Evaluation | 88 |
| Session 3 Summary and Suggestion | 94 |
| Chapter Eight Conclusion and Suggestion | 96 |
| Session 1 Conclusion | 96 |
| Session 2 Suggestion | 99 |
| Session 3 Problems in Financial Analysis of Real Estate | 100 |
| References | 103 |
| Acknowledgments | 104 |

第一章 研究概述

第一节 研究背景

一、中国房地产行业现状

（一）房地产在国民经济中影响很大

房地产是国民经济中第 2 大行业。在生产、消费、就业方面，关联上下游行业达 30 多个。上游有钢铁、水泥、玻璃等，下游有家装、建材、家电、家具等。

对比 2003 年-2013 年期间，房地产多项指标创下历史新高。全国新建商品房销售面积从 3.2 亿平米上升至 13.1 亿平米。新建商品房销售额从 7671 亿元增长至 8.14 万亿元（占 GDP 的 14.8%）。商品房新开工面积从 5.4 亿平米增长至 20.1 亿平米。开发投资完成额从 1 万亿元增长到 8.6 万亿元，占 GDP 之比从 7.5% 上升到 15.1%。全国商品住宅均价由 2212 元/平米上升到 5850 元/平米。[1]

2013 年全社会固定资产投资中，房地产占的比重为 19.7%。大多数城市政府，土地收入占地方财政的 1/3 强，涉及房地产的税收占财政收入的 18%。

（二）当前房地产形势严峻

1、房地产行业需求探顶，进入调整期

2014 年商品房销售面积为 12.06 亿平米，比上年下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 7.63 万亿元，比上年下降 6.3%。

2014 年房地产投资 9.5 万亿元，增幅降到 10.5%。同期，全国固定资产投资为 50.2 万亿元，增幅为 15.7%。房屋新开工面积 17.96 亿平米，比上年下降 10.7%，其中住宅新开工面积回落 14.4%。土地购置面积下降 14.0%。[2] 2014 年全国国房景气指数为 94.3%。低于同为低潮期的 2008 年、2012 年，为历史最低点。

2、房地产企业库存压力加大，影响行业发展

房地产企业待售库存过高。截至 2014 年 12 月，全国商品房待售面积为 6.2 亿平方米，比上年增长 26.1%。而大部分城市商品房去化时间（当月可售面积/最近 6 个月的月均销售面积）超过 15 个月的警戒线。

表 1-1：2014 年 11 月中心城市商品房库存去化时间 [1]

| 序号 | 城市 | 库存去化时间（月） | 序号 | 城市 | 库存去化时间（月） |
|----|----|-----------|----|----|-----------|
| 1 | 合肥 | 10.0 | 11 | 杭州 | 19.8 |
| 2 | 厦门 | 14.2 | 12 | 长沙 | 22.9 |
| 3 | 宁波 | 15.2 | 13 | 广州 | 24.1 |
| 4 | 南昌 | 15.9 | 14 | 南京 | 24.7 |
| 5 | 重庆 | 16.2 | 15 | 福州 | 25.9 |
| 6 | 北京 | 16.6 | 16 | 西安 | 26.8 |
| 7 | 上海 | 16.8 | 17 | 成都 | 27.8 |
| 8 | 苏州 | 16.9 | 18 | 青岛 | 28.5 |
| 9 | 武汉 | 17.4 | 19 | 大连 | 47.9 |
| 10 | 深圳 | 18.1 | 20 | 天津 | 49.0 |

资料来源：世联研究，世联盘点 2014 年 [1]

居民持有的存量住房数量已经不少。中国城镇人口户均住宅套数为 1.03 套，人均居住面积已达 33 平。未来改善型需求增量将会放缓。在建面积存量巨大。截至 2014 年 10 月，在建房屋施工面积为 49.2 亿平，可以满足约 1.5 亿人的增量居住需求。[1] 2014 年城镇常住人口新增为 1805 万。[2] 房地产库存去化不容乐观。

理想情况是，房价软着陆，进入较长时间去化库存的阶段。如果销售下滑，库存还不断加大，进一步传导到土地市场和金融系统，就可能产生系统性风险。

3、房地产企业资金全面趋紧

房地产融资的主要方式，包括银行贷款、信托融资、股票融资、房地产债券融资、民间借贷。信托融资比较灵活，资金到位快，但融资成本较高。[3]

2014 年 12 月末，广义货币（M2）余额 122.84 万亿元；人民币贷款余额 81.68 万亿元，全年新增 9.78 万亿元，增长率 13.6%。[2] 2014 全年房地产开发企业到位资金 12.2 万亿元，却下降 0.1%。其中，银行开发贷基本稳定，而个人住房消费信贷（新发放）占当年一手住宅消费额的比重，从 2013 年的 27% 下降到 2014 年的 22%。

企业自筹资金大幅上升。2014 年房地产企业自筹资金比例为 42%，达到历年新高。信托或者民间私借资金的年利率通常 15% 以上，对企业造成较大压力。

二、中国房地产行业面临的问题

（一）房地产的转型，需要深化改革，完善顶层设计

1、需要建立房地产调控的长效机制，并进行财税制度改革

比如《不动产登记暂行条例》公布，影响深远。其一、客观上将调控房价。促使居民财富结构调整，降低房产在财富中的比重。其二、客观上将推动反腐。不动

产全面登记，将有利于官员财产公开的进程。其三、标志着中国的财富分配、税费机制将从交易环节向存量（持有）环节转变。伴随而来的必然是房地产税、遗产税。

随着长效机制发挥主导作用，房地产市场、人们置业观念都将深刻变化。

2、金融体制改革要提速，要围绕惠民生

居民财富快速增长带来巨大的多元化金融需求。其一，财富管理业务需求旺盛。其二，居民收入增长伴生的强劲消费需求，为消费金融拓展带来广阔空间。

改革内容包括：（1）消费金融创新、金融服务、金融监管要同步完善。（2）金融机构要参与国际化。（3）必须要有效管理风险。

3、加速融入全球化，推动适应新型城镇化的土地制度改革

“一带一路”等发展新战略，主动融入世界，加速走出去。人民币国际化进入加速期。将助推中国金融机构在国际金融市场的竞争实力和市场影响。中国居民的住房消费和财富配置将逐渐全球化。置业需求的满足途径将实现多元化。土地供给方也将逐步实现多元化。

（二）支撑中国大陆房地产的条件发生变化

1、人口红利消解

中国人口年龄结构已经迎来拐点。作为购房刚需主力的婚龄人口（20-29岁）2013年达2.32亿，劳动人口（15-64岁）2013年达10.06亿，随后逐年下降。^[4]人口老龄化的到来，421的家庭人口结构，没有那么多人需要买房子居住。

2、城镇化红利分化

我国城镇化的速度已经开始趋势性放缓，同时出现分化。即未来的城镇化红利是结构化红利，是此消彼涨的。特大城市、有吸引力的特色城市仍会在未来的城镇化过程中持续受益。人口净流出的城市，房地产则会持续低迷。

3、经济发展进入“新常态”

在2013年，中国的不平衡增长模式开始到达临界点。为避开硬着陆，中国需要朝着更加平衡，可持续的增长模式转型。^[5]宏观经济呈现“三期”叠加效应：（1）增长速度进入换挡期；（2）结构调整阵痛期，以加快经济发展方式转变；（3）前期刺激政策消化期，以化解累积的深层次矛盾。

4、改革进入深水区，“啃硬骨头”不容易

市场化不彻底、保障低覆盖的住房制度负作用大。放大了有房者和无房者之间的财富差距。高房价对居民消费造成巨大的挤出效应。土地制度、财税制度交织成

“土地财政”依赖症。金融制度存在“过度杠杆”、“非普惠”等漏洞。

5、国际政治、经济环境复杂化

经济上，外贸顺差驱动的高成长不可持续，要更多依靠内需。数额巨大（四万亿美元）的外币储备形成负担。政治上，“中国威胁论”、“亚太重新平衡”等形成了一个警惕中国、遏制中国的外部环境。

第二节 研究的主要问题和意义

一、剖析中国房地产面临的大变局，顺应精细化发展、创新求存的大趋势

（一）房地产行业进入“白银时代”，需要精细化管理

黄金时代的重要特征，不动产始终在快速升值（总体上超过企业融资成本），地产企业几乎没有存货风险。黄金时代，规模最大、跑得最快的人就是领跑者。

白银时代，不动产价格将结束单边快速上涨，其长期增速将低于人均收入的增速。房地产必须依靠产品和服务的真实价值创造来赚钱，将回归真正的实业领域。精细化管理水平，对金融的理解，经营品牌和信用的能力将成为核心竞争力。[6]

（二）商业地产模式趋向成熟，供应放量，利润趋薄

商业地产企业的发展已经历了三个阶段（模式）。第一阶段是散售阶段。以分割的独立产权商铺全部销售。第二阶段是销售和自持物业并重阶段，通过部分销售实现回流现金，通过持有物业实现增值，扩大品牌影响。第三阶段是金融化阶段。通过物业持有主体和运营主体分离，保证运营质量；资本通过资产证券化实现退出。[7]

（三）知识经济全面到来，影响深刻

知识经济时代，知识资本将取代实物资本，成为最活跃、最重要的资源（生产要素）。[6] 知识密集型行业，合伙人机制将取代职业经理人制，成为最主流的企业组织形式和经营形式。移动互联网、物联网等技术革命也深刻影响着房地产行业。

二、用投资回报视角，来理解客户需求，提升房地产企业的价值创造能力

（一）近年来，中国无风险利率相当高

当前住房捆绑了户口、教育、居住权、市政配套等垄断性资源。东方传统观念和现实环境，也强调房子的重要性。房屋成为具有消费和投资双重属性的商品。投资的目的是资产的保值和增值。投资品的价格主要取决于预期未来的供给和需求。^[8]

高通胀会掠夺客户的财富。保值需求使房产成为财富的保有方式。人们借助房地产、城投债等获得了 10% 以上年化收益。投资机会成本和投资收益预期都不低。

（二）客户需要在防御之外，解决其它“痛点”需求

1、解决流动性的问题

数百万量级的闲置资金，轻资产项目是承受不了的。房地产资产有可容纳大资金的优点。传统房地产也有着变现较难、周期较长、交易成本高等弱点。

2、实现物业的价值增值

需要提高物业的运营效率，降低空置率，引入升值通道。物业经运营若能形成良好的交易（交流）平台，则会带来“旺铺养三代”、“千金买邻居”等价值提升。

（三）从资产配置的角度，来看待国内房地产的竞争

1、客户有着正在不断丰富的选项，作为境内物业的替代品

（1）买海外物业。（2）买低风险的市场利率产品，如：存款、货币基金、低风险类信托基金。（3）持有较高风险的二级股权市场产品，如：股票、股权性基金。（4）参与高风险、但潜在回报非常高的股权早期投资，如：天使、VC、PE。

2、房地产发展商的竞争对手，已经全面泛化

同板块、附近区域的房地产项目；同客群发展商的异地项目；替代性的物业项目（海外物业、境内二手房）供给方；券商、基金、保险等金融服务商。

三、通过财务政策、财务战略等对比分析，来提出房地产企业改进建议

（一）单一倚靠规模扩张，来谋求绩效成长，已经行不通

进入 2014 年，房地产行业销售收入总体回落，库存居于高位，成本上升，利润率开始下滑，许多房地产企业资产负债率高企，现金流紧张。盲目扩张规模只会造成低效资源占用和更多库存，加剧资金周转和经营风险。^[9]

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.